

研究员：王昉
执业证书编号：S1000511110001
电话：(010) 6808 5588-678
E-MAIL: wangfang9133@mail.htlthsc.com.cn

转型路径：创新、低风险产品扩张

——对比 2012 年上半年基金资产净值与全效资产

投资要点：

◆ 一、资产管理规模与资产管理结构：变化主要来自债券基金

2012 年以来，公募基金资产管理规模出现波动，由一季度的继续回落转为二季度的快速回升。统计表明，引起变化的原因主要是创新产品的发行与债券类产品的扩张。

结构变化进一步说明了规模增减的原因。2009 年以来的数据显示，主动固收类基金和指数类基金成为规模逐年上升的品种；截止 2012 年二季末，占比提升最快的品种也是上述两类产品。因此，着重在这两类品种上进行创新与发展的基金公司成为规模变化的受益者。

货币基金是固收类基金的主力，2007 年以来其占比从未低于 50%；但 2012 年上半年货币基金占比出现下降、债券基金有所上升，因此在 2012 年以来主动固收类基金的规模上升中，债券基金的扩张速度更为显著。

◆ 二、引入基金全效资产规模：基金公司增量不增收

在基金公司资产管理规模上升的另一面却是基金公司的收益并未同比例增加。以全效资产规模口径统计，2012 年二季末计入统计的 68 家基金管理公司的全效资产规模总计为 17818.92 亿元，与公开披露的基金资产净值规模相比，2012 年末的差值为 -6617.49 亿元，这是自 2007 年以来差值又一次超过负的 6000 亿元。

◆ 三、财富管理行业竞争加剧，基金管理公司基金转型

基金管理公司的全效资产规模低于基金资产净值的趋势扩大，说明基金资产管理规模上升的同时实际管理费收益并未同步增加。在财富管理行业激烈的竞争下，公募基金基金管理公司着力发展低风险、低费率的固定收益类产品和被动指数型产品，是行业经历多年低迷后的积极转型，体现出大多数基金管理公司能够结合基础市场发展、资产管理发展需求、行业发展经验放弃对股东利益最大化的一味追求，而将持有人利益最大化作为首要目标，这是市场化财富管理行业的“立身之本”。

相关研究

一、资产管理规模与资产管理结构：变化主要来自债券基金

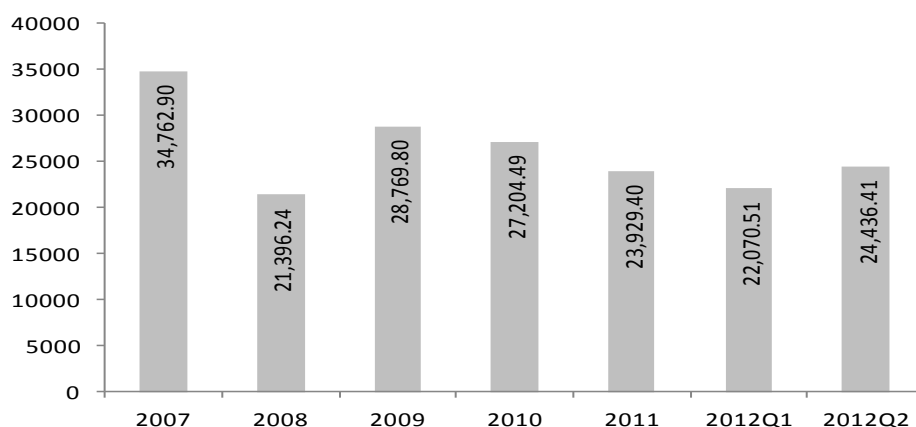
始于 2011 年四季度的固定收益类基金大发展对基金行业产生了一系列影响，从基金管理公司的公募资产管理规模，到部分基金管理公司的公募资产管理结构，均出现显著变化。在债券市场反弹、管理层加快市场发展的背景下，截止 2012 年 7 月 13 日已成立的固定收益类基金基本数量已达 236 只，其中债券基金 185 只、货币基金 51 只。

（一）公募资产管理规模

2012 年以来，公募基金资产管理规模出现波动，由一季度的继续回落转为二季度的快速回升。我们认为，引起变化的原因主要是创新产品的发行与债券类产品的扩张。

从基金管理公司的公募资产管理总规模看，2012 年二季末较去年年末已出现上升，这也是自 2009 年以来的首次规模正增长。与 2011 年末相比，基金总规模增加了 507.01 亿元；与 2012 年一季末相比则增加了 2365.9 亿元。这种变化说明，2012 年二季度创新产品的发行对公募资产管理规模产生了积极作用。

图 1：2007 年以来公募基金资产管理规模变化



资料来源：华泰证券

从公募资产管理净值总规模看，基金管理公司的排名变化则凸显出债券类资产对管理规模的影响。与 2011 年末相比，2012 年二季末新进入排名前 15 名的基金管理公司有招商基金和鹏华基金，其中招商基金的债券类管理资产规模增长了 60.74%、鹏华基金则为 81%。同期，前 15 名中排名出现上升的基金管理公司是广发基金、汇添富基金、富国基金，这三家公司的债券类资产管理规模分别上升 99.58%、1178.55%、54.19%。

表 1：2011 年末~2012 年二季末基金公司公募资产管理规模排名前 15 名

排名	基金公司	2011H2	基金公司	2012Q1	基金公司	2012Q2
1	华夏	1790.88	华夏	1975.31	华夏	1997.43
2	易方达	1433.11	易方达	1527.61	易方达	1645.94
3	嘉实	1377.89	嘉实	1329.78	嘉实	1584.77
4	南方	1152.91	南方	1246.44	南方	1350.26
5	博时	1094.17	博时	1150.30	广发	1207.82
6	广发	983.80	广发	1127.96	博时	1204.62
7	华安	795.34	华安	744.89	华安	854.82
8	大成	743.14	大成	682.24	汇添富	803.69
9	工银瑞信	698.63	银华	618.01	富国	711.60
10	银华	651.23	富国	616.39	大成	693.07

11	富国	597.96	上投摩根	539.96	银华	686.03
12	鹏华	502.10	工银瑞信	536.24	工银瑞信	679.20
13	上投摩根	500.09	招商	516.94	鹏华	579.08
14	汇添富	489.03	鹏华	497.86	招商	562.22
15	建信	486.96	汇添富	494.69	上投摩根	538.36

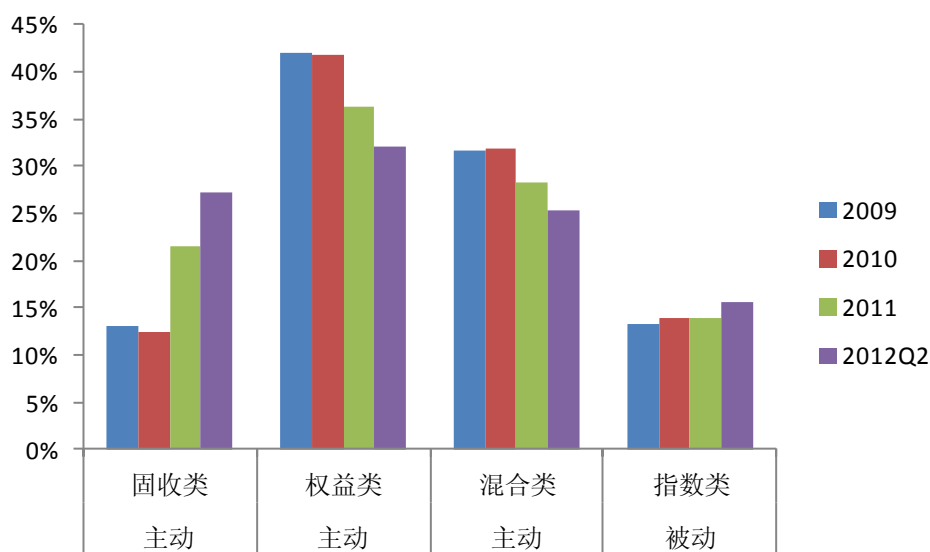
资料来源：华泰证券

(二) 公募资产管理结构

结构变化进一步说明了规模增减的原因。2009 年以来的数据显示，主动固收类基金和被动指数类基金成为规模逐年上升的品种；截止 2012 年二季末，占比提升最快的品种也是主动固收类基金和被动指数类基金。因此，着重在这两类品种上进行创新与发展的基金公司成为规模变化的受益者。

主动固收类基金包括债券基金和货币基金，2009 年至 2012 年二季末占比分别为 13.06%、12.39%、21.42%、27.1%；主动权益类基金包括各类股票基金，2009 年至 2012 年二季末占比分别为 42.02%、41.87%、36.29%、32.04%；主动混合类基金包括保本基金和混合基金，2009 年至 2012 年二季末占比分别为 31.7%、31.77%、28.3%、25.3%；被动指数类基金包括股票指数基金和债券指数基金，2009 年至 2012 年二季末占比分别为 13.22%、13.97%、13.99%、15.55%。以上数据均为主投国内市场的基金资产净值规模。

图 2：2009 年以来国内四类基金规模占比变化



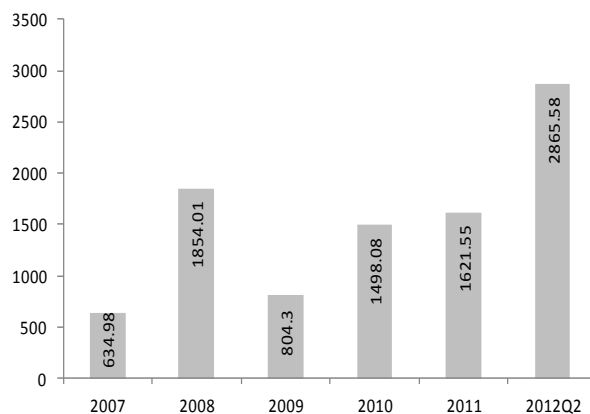
资料来源：华泰证券

在国内固收类基金中，债券基金与货币基金的比例也在发生变化。其中债券基金占比由 2007 年的 36.38% 上升至 2012 年二季末的 44.31%，期间 2010 年曾达到 49.43%。

这一比例变化说明，货币基金是固收类基金的主力，2007 年以来其占比从未低于 50%；但 2012 年货币基金占比出现下降、债券基金有所上升，因此在 2012 年以来主动固收类基金的规模上升中，债券基金的扩张速度更为显著。

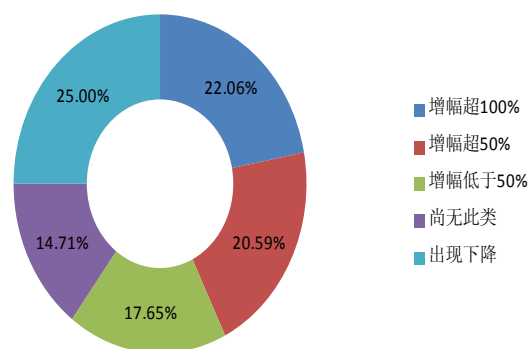
实际数据显示，与 2011 年末相比，债券基金规模增长了 1244.03 亿元，增幅为 76.71%；同期货币基金规模增长 652.57 亿元，增幅为 22.13%。按基金管理公司数量统计，2012 年二季末债券基金管理规模出现上升的占比为 60.29%，其中增幅超过 1 倍的比例为 22.06%、增幅超过 50% 的有 20.59%。

图 3：2007 年以来债券基金规模变化



资料来源：华泰证券

图 4：基金公司债券基金规模变化（2012Q2）

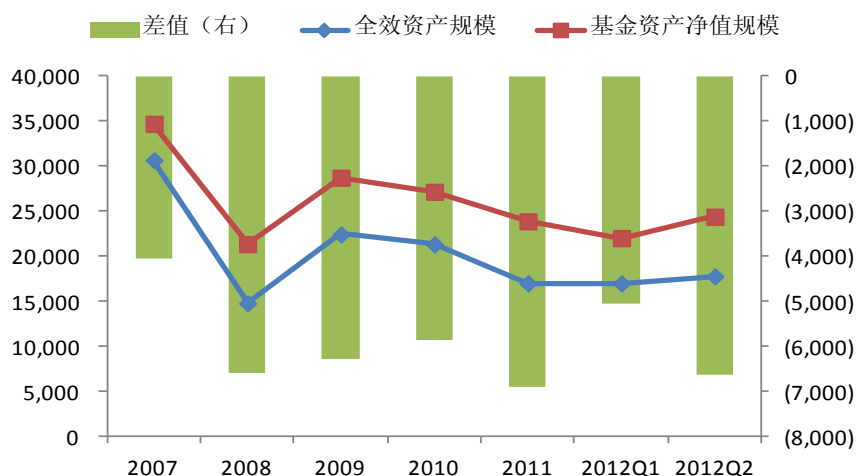


资料来源：华泰证券

二、引入基金全效资产规模：基金公司增量不增收

在基金公司公募资产管理规模上升的另一面却是基金公司收益并未同步上行。以全效资产规模口径统计，2012 年二季末计入统计的 68 家基金管理公司的公募全效资产规模总计为 17818.92 亿元，较 2011 年末增加 778.8 亿元，较 2012 年一季末增加 787.03 亿元。但是与公开披露的基金资产净值规模相比，2012 年末的差值为-6617.49 亿元，这是自 2007 年以来差值又一次超过负的 6000 亿元。

图 5：2007 年以来基金全效资产、基金资产净值规模变化



资料来源：华泰证券

所谓“全效资产”，是从基金管理公司管理费用收入的角度出发，以股票型基金的管理费 1.5% 作为基准管理费率，各只基金的全效资产根据该基金的管理费率和基准管理费率的比，对资产净值进行折算。因此，全效资产为投资者呈现出基金管理公司实际管理费收入的变化趋势，该数据在我们历次发布的《中国公募证券投资基金市场总貌》均有列示。

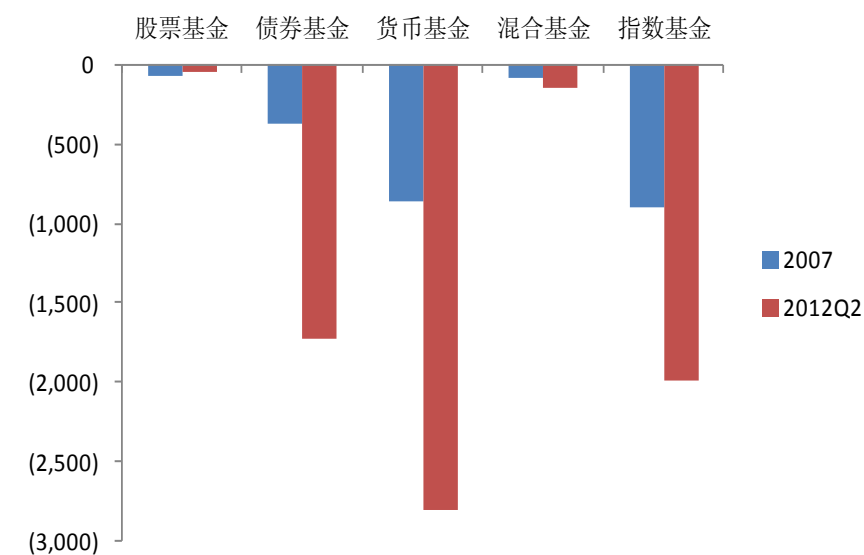
基金管理公司的全效资产规模低于基金资产净值的趋势扩大，说明基金管理公司的实际管理费收益上升幅度远低于同期资产管理规模的升幅。这一现象自 2007 年开始有所加剧，即体现出基金行业的竞争激烈，还反映出创新对推动基金费率改革的作用。

导致基金管理公司资产管理规模增量不增收的主要原因是，创新产品及债券基金的管理费率普遍低于 1.5% 的基准费率。目前，我国债券基金的管理费多为 0.7%、货币基金为 0.33%，而新推行的理财债基进一

步减低为 0.27%。

从图 6 中可以看出，无论是 2007 年还是已过“中局”的 2012 年，发展最快的债券基金、货币基金和指数基金均为全效资产与资产净值差距最大的品种。因此，对于基金管理公司而言，规模影响力与规模效应正处于“鱼与熊掌不可兼得”的阶段，或者说在激烈的竞争下，市场份额更为重要。

图 6：五类基金全效资产与基金资产净值规模差值对比



资料来源：

三、财富管理行业竞争加剧，基金管理公司积极转型

在中国证券投资基金业协会成立大会暨第一届年会上，中国证监会主席郭树清发表了题为“我们需要一个强大的财富管理行业”的主题讲话，他指出“基金管理公司应当加快创新发展步伐，服务实体经济”，为基金管理公司转型提供良好的舆论环境。

截止 2012 年 7 月 13 日，我国已有 73 家公募基金管理公司，同时私募、信托、券商、商业银行、保险公司及其资产管理公司均已进入财富管理领域。在激烈的竞争下，公募基金管理公司着力发展低风险、低费率的固定收益类产品和被动指数型产品，是行业经历多年低迷后的积极转型。

我们认为，公募基金管理公司 2012 年以来的资产管理规模变化、资产管理结构变化及其全效资产规模变化，体现出大多数基金管理公司能够结合基础市场发展、资产管理发展需求、行业发展经验放弃对股东利益最大化的一味追求，而将持有人利益最大化作为首要目标，这是市场化财富管理行业的“立身之本”。

风险提示

- 第一，基金管理公司旗下基金的过往业绩并不一定就能够代表基金的未来业绩，它们只能表明过去的能力和绩效。
- 第二，基金投资过程中自然会存在的一些常规性风险。
- 第三，基金在公开信息披露中所揭示的各种风险。
- 第四，由于种种局限，不排除此文有分析不到位的地方，敬请批评、指正。
- 第五，本报告谨供参考，并不构成对相关产品的实质性推荐建议。

免责声明:

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的惟一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权归仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

联系方式**南京**

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 8249 393 / 传真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/邮政编码：200120

电话：86 21 5010 6028 / 传真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn